

買入

2020年8月18日

中期業績穩健增長，管理規模快速提升

歸母淨利潤增長 23%至 1.11 億元：截至 2020 年中期，公司營業收入增長 39.5%至 5.47 億元，其中物業管理服務分佈增長 43%至 4.12 億元（拆分：物管收入 2.33 億，大業主增值服務收入 1.21 億，社區增值收入 0.58 億），商業運營服務分佈增長 29%至 1.35 億元（拆分：市場定位及商戶招攬服務收入 0.254 億元，商業運營及管理服務收入 1.093 億）。公司毛利約 2.2 億元，綜合毛利率約 40%，同比上升 0.5 個百分點，其中物業管理分部毛利率提升 2.5 個百分點至 39.7%。由於上半年沒有新開業商場，高毛利的市場定位及商戶招攬服務業務收入有所下降，使得商業運營服務分部毛利率微降至 41.5%，由於公司成本有效控制及規模化效益顯現等因素，公司費用率下降 1%至 11%。此外，公司有效稅率有所上升至 30%（1H2019 年 22%），預計全年保持相對穩定，公司錄得歸母淨利潤 1.11 億元，淨利潤率約 20%。

收並購拓展順利，管理規模快速提升：對於物業管理板塊，截至 2020 年中期，公司管理 98 處專案，覆蓋中國 13 個省份、直轄市及自治區 39 個城市，在管面積約 1610 萬方。2020 年，公司積極把握收購機遇，收購樂生活及寧波宏建專案（以代價 2.48 億收購樂生活 80%股權，總建築面積約 2330 萬方&以 0.353 億元收購寧波宏建 65%股權，合約面積約 240 萬方），收購戰略的持續推進，不僅快速提升公司現有管理規模，也不斷豐富公司現有的物業管理組合，其中樂生活、寧波宏建具備強大的外部市場拓展能力，包含產業新城、政府公建、廠房、銀行、醫院、機場等在內的多種項目業態，並在部分區域具備市場拓展優勢，如在秦皇島醫院物業的市場佔有率超過 90%。預計收購完成後，公司 2020 年在管面積將超過 4500 萬方，合約面積將大幅增加至 7295 萬方。

大健康板塊逐步拓展：公司大健康板塊佈局也在持續完善，對於醫療美容業務，公司落實與龍頭醫美公司合作，戰略投資連天美 5%股權。連天美為浙江最大醫美醫院連鎖集團，是中國最早一批醫療美容企業之一。對於中醫及康養業務，公司落地康養業務包括中醫中心與廣州市番禺區中醫院、廣州市中醫院簽署雙向轉診協定，多方向拓展中醫藥業務，開通代煎外送服務，研發中藥周邊產品；與廣東古兜旅遊集團在江門古兜溫泉小鎮簽署戰略合作協定，開設華南首家心肺康養訓練營也正式揭牌。

目標價 10.16 港元，維持買入評級：我們預計，公司收入 2020-2022 年複合增長將超過 50%，歸母淨利潤持續提升，預計複合增長率超過 40%。對於估值方面，採用分部估值法，大健康板塊尚處於佈局期，暫時不予考慮。對於物業管理板塊，我們認為物業板塊業績高增長確定性強，給予 2021 年 20 倍 PE，對應物管估值 51 億人民幣。對於商業運營板塊，我們認為前期市場定位及商戶招攬服務（屬於一次性收入）不具有可持續性，我們更看重公司商場運營能力，假設在管的商場（保守按 30 個商場測算）均達到穩定運營狀態後有穩定業績貢獻，給予 25 倍目標 PE，對應估值約 15 億人民幣，合計公司目標市值約 66 億人民幣，對應 74 億港幣，對應股價約 10.16 港幣，給予買入評級。

陳珠

852-25321539

Vicky.chen@firstshanghai.com.hk
陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	房地產服務
股價	7.86 港元
目標價	10.16 港元 (+29%)
股票代碼	3662
已發行股本	7.26 億股
總市值	57 億港元
52 周高/低	9.73/4.4 港元
每股淨資產	1.34 港元
主要股東	中國奧園 (54.6%)

盈利摘要

年結日：31/12	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百萬元)	619	901	1,528	2,380	3,197
變動(%)	41.9%	45.6%	69.6%	55.8%	34.3%
歸母淨利潤(百萬元)	78	162	235	342	464
變動(%)	12.0%	107.9%	44.7%	45.4%	35.8%
每股盈利(元)	0.17	0.24	0.32	0.47	0.64
變動(%)	-6.0%	45.1%	34.9%	45.4%	35.8%
市盈率@7.86港元	42.8	29.5	21.8	15.0	11.1
每股股息(元)	0.055	0.090	0.130	0.188	0.256
息率(%)	0.78%	1.27%	1.83%	2.66%	3.62%

股價表現



資料來源：公司資料，第一上海預測

資料來源：彭博

第一上海證券有限公司

www.mystockhk.com

主要財務報表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	619	901	1,528	2,380	3,197	增长率 (%)					
物业管理服务分部	453	646	1,213	1,880	2,661	收入	41.9%	45.6%	69.6%	55.8%	34.3%
基础物业服务	306	390	825	1,235	1,585	毛利	40.6%	61.5%	67.7%	55.1%	35.0%
销售辅助	99	173	268	429	686	税前利润	8%	101%	71%	49%	36%
社区增值	48	67	120	217	390	归母净利润	12.0%	107.9%	44.7%	45.4%	35.8%
商业运营分部	166	254	314	500	536						
商业运营及管理服务	103	161	194	360	436	盈利分析 (%)					
市场定位及商户招揽服务	63	94	120	140	101	综合毛利率	34%	37%	37%	37%	37%
总服务成本	-410	-564	-963	-1,504	-2,013	物业管理分部毛利率	32%	35%	35%	35%	36%
毛利	209	337	565	877	1,184	商业运营服务毛利率	37.7%	44.5%	46.5%	43.4%	40.6%
销售及营销开支	-1	-2	-2	-2	-3	费用率	14.6%	14.3%	12.1%	13.1%	13.1%
行政开支	-89	-126	-183	-309	-416	净利润率	12.6%	18.1%	18.1%	16.9%	17.1%
其他收入	7	30	8	8	8						
贸易应收款减值亏损	-1	-4	-4	-4	-4	回报率 (%)					
税前利润	108	219	374	559	759	ROA	15%	17%	15%	17%	16%
税项	-30	-56	-97	-156	-212	ROE	62%	34%	23%	26%	25%
少数股东权益	0	1	42	60	82	派息率	49%	40%	40%	40%	40%
归属股东利润	78	162	235	342	464	偿付能力					
派息	39	65	94	137	186	流动比率(倍)	1.3	2.0	2.0	2.0	2.1
未分配利润	40	97	141	205	279	资产负债率	75%	39%	41%	41%	41%
每股盈利	0.17	0.24	0.32	0.47	0.64	净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	200	823	1,160	1,528	2,034	税前利润	108	219	374	559	759
固定资产	13	20	22	27	33	折旧及摊销	4	9	5	6	8
收购附属公司支付之按金	-	-	128	141	156	营运资金变动	31	113	124	121	163
递延税项资产	7	3	3	3	3	其他调整	-6	5	-0	-0	-0
应收同系附属公司款	176	64	19	22	27	支付税项	-30	-56	-97	-156	-212
应收账款	87	107	102	96	92	经营活动现金流	107	292	412	536	723
递延合约成本	9	5	6	7	8	PP&E	-12	-15	-8	-11	-14
其他	10	364	313	367	432	无形资产投资	1	-1	-0	0	0
总资产	503	1,386	1,752	2,192	2,784	合营联营公司投资	1	-8	-24	-7	-8
贸易及其他应付款	226	298	342	394	453	已付利息	-0	-2	-6	-6	-6
合同负债	121	94	141	211	317	其他	-24	-311	10	-50	-59
应付同系附属公司款项	7	-	-	-	-	投资活动现金流	-10	-338	-28	-73	-86
税项负债	21	30	41	50	61	债务融资	2	99	30	39	51
银行借款	2	100	130	170	220	已付股息	-39	-65	-94	-137	-186
递延税项负债	1	1	1	1	1	其他	-0	13	18	3	4
其他	-0	17	67	72	77	融资活动现金流	-37	669	-46	-94	-131
总负债	377	540	723	898	1,129	现金变动	36	623	337	368	506
控股股东权益	126	845	986	1,191	1,470	初期现金	164	200	823	1,160	1,528
少数股东权益	1	1	43	103	185	末期现金	200	823	1,160	1,528	2,034
合计	126	846	1,029	1,294	1,655						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。